



Newsletter 1. Quartal 2024

27. März 2024

Kredite für Büroliegenschaften – laues Lüftchen oder veritabler Sturm?

Aktuelles Zinsumfeld & Geldpolitik

Seit Juli 2023 befindet sich der amerikanische Leitzins (Federal Funds Rate) mit 5.25 bis 5.5% auf dem Zinshöhepunkt, und in ihrer März-Sitzung hat die amerikanische Notenbank (Fed) beschlossen, das Niveau vorerst unverändert beizubehalten. Ausschlaggebende Gründe waren insbesondere der starke Arbeitsmarkt mit einer tiefen Arbeitslosenquote und die Kerninflation, welche im Februar 2024 mit 3.8% weiterhin deutlich über dem langfristigen Ziel von 2.0% lag und wie erwartet nur langsam absinkt, was sich auch in den immer noch erhöhten Inflationserwartungen spiegelt. Gemäss Fed stehen, sofern die wirtschaftliche Entwicklung den Prognosen entsprechen wird, in diesem Jahr zwei bis drei Zinssenkungen zu je 0.25% an, mit dem ersten Zinsschritt wohl Mitte Juni oder Ende Juli 2024. Die Inversion der Zinskurve, die seit Juli 2022 anhält, wird sich voraussichtlich erst im Jahr 2025 auflösen, und bisher scheint dem Fed die Gratwanderung, die Wirtschaft abzukühlen, ohne sie in eine Rezession zu führen, erstaunlich gut zu gelingen, insbesondere auch weil sich der Konsum sehr robust zeigt und das erwartete reale Wirtschaftswachstum für das Jahr 2024 deutlich nach oben korrigiert werden konnte (von 1.4% im Dezember 2023 auf 2.1% im März 2024).

Im Gegensatz dazu wurden die Erwartungen für das Bruttoinlandprodukt in der Eurozone für 2024 kürzlich auf 0.6% gesenkt. Somit zeigt sich die Situation für die europäische Zentralbank (EZB) weiterhin herausfordernd, denn gleichzeitig liegt die Kerninflation mit 3.1% immer noch deutlich über dem mittelfristigen Inflationsziel von 2.0%, vor allem bedingt durch das starke Lohnwachstum, während die Nachfrage schwächelt. Das tiefe Wirtschaftswachstum zeigt folglich den Bedarf für eine Leitzinssenkung an, während die Inflation momentan noch dagegenspricht. Wir gehen davon aus, dass die EZB die wirtschaftliche Entwicklung stärker gewichten und bereits im Juni

2024 die erste Zinssenkung vornehmen wird (von 4.5% auf 4.25%), um die letzte Zinserhöhung vom September 2023 rückgängig zu machen. Ob diese jedoch die Wirtschaft massgeblich beeinflussen wird, ist fraglich, denn allein mit der Geldpolitik lassen sich die strukturellen Probleme in der Eurozone nicht lösen, und ausserdem trägt ein einheitlicher Zinssatz für die gesamte Eurozone den unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Ländern nicht Rechnung. Die Herausforderungen werden folglich auch in den nächsten Jahren anhalten.

Ziemlich unschweizerisch ist die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 21. März 2024 vorgeprescht und hat die Zinsen um 0.25% auf 1.5% gesenkt. Dieser Schritt überraschte den Markt und die meisten Ökonomen, ist aber durchaus konsequent und nachvollziehbar, denn mit 1.1% lag die Kerninflation im Februar 2024 klar im Rahmen der Preisstabilität gemäss der Definition der SNB. Der erwartete Anstieg der Wohnungsmieten (bedingt durch die Erhöhung des Referenzzinssatzes) und die höheren Reisekosten konnten teilweise durch tiefere Preise von Importgütern kompensiert werden. Die reale Aufwertung des Schweizer Frankens in den letzten Monaten hat den Inflationsdruck reduziert und eine Zinssenkung möglich gemacht, denn die erwartete Inflation wird gemäss der Prognose der SNB auch in den kommenden Monaten deutlich unter 2.0% zu liegen kommen. Dass die Schweiz die letzten drei Jahre mit hoher Inflation gut überstehen konnte, ist unter anderem dem grossen Anteil von administrierten Preisen zuzuschreiben, in erster Linie aber der vorausschauenden Geldpolitik und den gezielten Eingriffen im Devisenmarkt unter Thomas Jordan zu verdanken, der Ende September 2024 nach über 12 Jahren als Präsident der SNB zurücktritt. Allfällige weitere Zinssenkungen wird er wohl seinem Nachfolger überlassen, falls die wirtschaftliche Entwicklung nicht vorher ein schnelles Eingreifen erfordert.

Kredite für Büroliegenschaften

Es ist kaum abzuschätzen, wie sich die Inflation und folglich die Zinsen entwickelt hätten, wenn weder die Covid-19-Pandemie (mit den dadurch ausgelösten Lockdowns und den umfangreichen staatlichen Förderprogrammen, die bis heute nachwirken) noch die russische Invasion der Ukraine (mit der starken Beeinträchtigung der Lieferketten) stattgefunden hätten. Es ist aber klar, dass insbesondere die Covid-19-Pandemie die Arbeitswelt nachhaltig verändert hat. Die Verbreitung von Homeoffice, also Arbeiten von zuhause aus, hat sich in den letzten Jahren deutlich beschleunigt, vor allem auch in den USA. Gemäss einer Umfrage von WFH Research arbeiteten in den USA Anfang 2024 13% vollständig von zuhause aus, während 28.5% einem hybriden Modell folgten. Dabei werden 28% der Arbeitstage von zuhause aus geleistet, gegenüber 7% vor der Covid-19-Pandemie. Da die meisten Mitarbeitenden die verbesserte Work-life-Balance schätzen (vor allem auch die jüngere Generation), wird erwartet, dass sich Homeoffice weiter ausbreiten wird, vor allem wenn der Arbeitsmarkt angespannt bleibt, auch wenn die Studienlage zur Produktivität im Homeoffice widersprüchlich ist.

Der massive Anstieg von Homeoffice, vorzugsweise an Montagen und Freitagen, hat einen deutlichen Einfluss auf die Büroauslastung in den USA, vor allem in den Städten an der Ost- und Westküste. Gegenüber März 2020, also kurz vor der raschen Ausbreitung der Covid-19-Pandemie, vermeldet Kastle Systems nur noch rund 50% an Bürozutritten, und dieser Wert hat sich in den letzten 18 Monaten kaum noch verändert. Es ist davon auszugehen, dass die amerikanische Leerstandsquote von Büroliegenschaften von fast 20% per Ende 2023 (gemäss Moody's) in den nächsten Jahren weiter ansteigen wird, wenn die meist langjährigen Mietverträge auslaufen und die Firmen Büroflächen reduzieren oder sogar ganz aufgeben. Die Mischung von tieferer Nachfrage und höheren Zinsen für die Refinanzierung hat stark negative Auswirkungen auf die Bewertungen von Büroliegenschaften. CRED iQ vermeldete bei notleidenden Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) für Büroliegenschaften im Jahr

2023 Bewertungsreduktionen von rund 50%, und seit Mitte 2022 stieg die Anzahl der notleidenden CMBS von 3% auf über 10% im Januar 2024 an. Gemäss einer Studie des National Bureau of Economic Research, die ein düsteres Bild zeichnet, wiesen per Ende Dezember 2023 45% der CMBS für Büroliegenschaften einen Belehnungsgrad von über 100% aus, d.h. das Fremdkapital übertraf den Wert der Liegenschaften.

CMBS stellen nur einen Indikator für die Fieberkurve bei Gewerbeimmobilienkrediten dar, denn sie decken bloss rund 12% des Markts (inklusive Mehrfamilienhäuser) ab, der per Ende 2023 ein Volumen von USD 5.9 Billionen auswies. Über die Hälfte davon lag bei Banken und Sparkassen, und gemäss Trepp werden in den Jahren 2024 bis 2028 mit knapp USD 1.5 Billionen wiederum rund die Hälfte davon fällig. Mit grosser Wahrscheinlichkeit werden für die Erneuerung deutlich höhere Zinssätze als bei der ursprünglichen Kreditvergabe gefordert, und es ist davon auszugehen, dass der Belehnungsgrad auf aktualisierte Bewertungen angewendet und teilweise sogar reduziert wird. Dies wird viele Kreditnehmer vor grosse Herausforderungen stellen, und nicht alle werden in der Lage sein, bei Bedarf Eigenkapital nachzuschliessen oder kurzfristig einen Käufer für die Liegenschaften zu finden. Gewisse Kreditausfälle erscheinen also unausweichlich.

Der hohe Refinanzierungsbedarf von rund USD 300 Mrd. pro Jahr könnte insbesondere kleinere Banken mit weniger als 100 Mrd. Bilanzsumme unter Druck setzen, weil sie eine höhere Konzentration an Krediten in Gewerbeimmobilien aufweisen. Gemäss Fitch Ratings überstiegen im Juni 2023 bei 528 Banken (d.h. bei über 10% der amerikanischen Banken), vor allem bei Regional- und Kommunalbanken, die Gewerbeimmobilienkredite das Eigenkapital um mehr als das Fünffache (bei weiteren 1'358 Banken übersteigen die Gewerbeimmobilienkredite das Eigenkapital um mehr als das Dreifache), sind also anfällig für allfällige Kreditausfälle oder Rating-Herabstufungen, welche wiederum zu höheren Refinanzierungskosten der Banken führen würden. Erfahrungsgemäss entfalten Verluste bei

Gewerbeimmobilienkrediten erst über mehrere Jahre hinweg ihre Wirkung. Während der globalen Finanzkrise (2007/08) erreichten die Verluste ihren Höhepunkt erst zwei Jahre nach dem Höhepunkt der Zahlungsausfälle. Moody's erwartet Tiefststände bei den Büroimmobilien im ersten Quartal 2025, mit Bewertungen, die rund 25% unter den Höchstständen im dritten Quartal 2022 zu liegen kommen, während Morgan Stanley sogar einen Rückgang von 30% erwartet. Die dunklen Wolken am Horizont lassen also bisher das Ausmass des bevorstehenden Sturms nur erahnen.

Per Ende September 2023 standen bei den amerikanischen Banken gemäss dem Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation) unrealisierte Verluste auf Wertschriften von USD 684 Mrd. einem gesamten Eigenkapital von 2'243 Mrd. gegenüber (d.h. rund 30%). Da sich die unrealisierten Verluste aber nicht nur auf Wertschriften beschränken (die vermehrt von «available for sale» zu «hold to maturity» umklassifiziert wurden, um Verluste nicht ausweisen zu müssen), sondern auch die Kreditportfolios betreffen, ist sogar mit deutlich höheren unrealisierten Verlusten zu rechnen. Eine Schätzung der New York University kam per Ende 2022 auf gesamthaft USD 1.7 Billionen unrealisierte Verluste, was bedeutet, dass die Zinserhöhungen rund drei Viertel des Eigenkapitals des gesamten amerikanischen Bankensystems ausradiert hätten. Solange die Verluste nicht realisiert werden müssen, besteht die Hoffnung, dass diese nicht eintreten werden. Verluste auf Gewerbeimmobilienkredite, die tatsächlich anfallen, könnten aber diese Hoffnung zumindest teilweise zunichtemachen.

In Europa sieht die Lage bei Büroimmobilien besser aus als in den USA, denn die Büroauslastung ist deutlich höher und in den letzten Quartalen weiter leicht gestiegen, und auch die Leerstände stabilisieren sich bei rund 8%. Zusammen mit den tieferen Diskontierungssätzen führt dies gemäss Savills per Ende 2023 nur zu einer durchschnittlichen Überbewertung von 3% in Europa, wobei es zwischen den Städten starke Unterschiede gibt (z.B. Amsterdam mit 17% und München mit 16% Überbewertung, während

Kopenhagen mit 21% und Dublin mit 19% eine Unterbewertung aufwiesen). Der geringere Bedarf an Bewertungskorrekturen in Verbindung mit einem typischerweise tieferen Fremdkapitaleinsatz als in den USA führen zu einer verhältnismässig stabilen Marktsituation. Nichtsdestotrotz führten die gestiegenen Zinsen und höheren Kosten für Baumaterialien vereinzelt zu Ausfällen bei Immobilienprojekten, wie beispielsweise bei der insolventen Signa-Gruppe, deren Auswirkungen für die finanzierenden Banken aber bisher gut verkraftbar sind.

Besorgniserregend ist aber das Engagement von verschiedenen europäischen Banken in amerikanischen Gewerbeimmobilienkrediten, insbesondere auch von deutschen Instituten, die traditionell stärker bei Gewerbeimmobilien engagiert sind als Banken anderer Länder. Mit EUR 17 Mrd. (davon ca. 40% in Büroliegenschaften) ist die Deutsche Bank am stärksten in den USA exponiert, und auch die Aareal Bank (EUR 9 Mrd.), die Landesbank Baden-Württemberg (EUR 6 Mrd.) und die Deutsche Pfandbriefbank (EUR 5 Mrd.) haben grössere Kreditbeträge ausstehend. Ob die rund EUR 1 Mrd. Rückstellungen ausreichen werden, wird sich in den kommenden Quartalen zeigen. Wie Moody's Ratings, welche Anfang März 2024 den Ausblick für den deutschen Bankensektor von stabil auf negativ senkte (ebenso für Frankreich und Grossbritannien), sind wir eher skeptisch. Neben den deutschen Banken hat auch die spanische Banco Santander mit USD 18 Mrd. Kreditvolumen (per Mitte 2023) ein bedeutendes US-Engagement, insbesondere in Mehrfamilienhäusern und Bauprojekten.

Die Zinserhöhungen haben auch die Bewertungen im Schweizer Markt für Büroimmobilien nicht verschont. Gemäss JLL stiegen die Spitzenrenditen in den letzten zwei Jahren um 60 bis 80 Basispunkte, was Wertverluste im zweistelligen Prozentbereich zur Folge hatte. Zumindest auf dem Papier, denn das Transaktionsvolumen lag in den letzten beiden Jahren zum Teil deutlich unter den Vorjahren. Auch in der Schweiz sind vor allem Immobilien an Toplagen in den Innenstädten gesucht, während dezentrale Standorte wie beispielsweise beim

Flughafen Zürich mit hohen Leerständen kämpfen. Über die ganze Schweiz ist die Leerstandsquote mit rund 5% aber weiterhin tief.

In der Schweiz gibt es zwei Sonderfaktoren, die den lokalen Markt betreffen. Einerseits werden durch die Übernahme der CS durch die UBS verschiedene Büroflächen an prominenten Lagen in Innenstädten frei (insbesondere in Zürich), und die UBS scheint gemäss mehreren Quellen den Entschluss gefasst haben, ihr Engagement in Krediten für Schweizer Renditeimmobilien zu reduzieren. Andererseits haben die Bank Julius Bär und mehrere Kantonalbanken Kredite für Immobilien der Signa-Gruppe vergeben, die zu Ausfällen oder zumindest langjährigen Recovery-Prozessen führen könnten. Wir gehen davon aus, dass insgesamt der Appetit von Schweizer Banken für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien eher tief bleiben wird. Da aber in der Schweiz Büroimmobilien typischerweise nur zu 30 bis 50% mit Fremdkapital finanziert werden, ist ausser in wenigen Spezialfällen nicht zu erwarten, dass die Bewertungskorrekturen substanziell auf die Bankkredite durchschlagen werden. Ausserdem kann man davon ausgehen, dass die Schweizer Banken kaum nennenswerte Engagements im

amerikanischen Gewerbeimmobilienmarkt aufweisen.

Die toxische Mischung für ein systemisches Ereignis wie eine erneute Finanzkrise, wiederum ausgehend von den USA, ist durchaus gegeben. Ein kleiner Funke könnte das Pulverfass zum Explodieren bringen, aber die Aufsichtsbehörden, Notenbanken und Regierungen haben in der globalen Finanzkrise gelernt, dass man einen Flächenbrand mit einem schnellen Eingreifen verhindern kann, gemäss dem Motto "when in doubt, bail out". Dieses Konzept hat sich auch kürzlich bei der Silicon Valley Bank bewährt und wird wohl wiederum beim nächsten unmittelbar drohenden Sturm angewandt, auch wenn dabei fragliche Mittel wie die grosszügige Ausweitung des Einlageschutzes, forcierte Übernahmen und/oder umfangreiche Staatsgarantien zum Einsatz kommen müssen. Wir sind zuversichtlich, dass die Gewerbeimmobilienkredite zwar ein paar globale Windböen auslösen werden, sich aber nicht zu einem veritablen Sturm entwickeln werden. Schliesslich hängt aber alles vom Vertrauen in die wahrgenommene Standhaftigkeit der Banken ab, nicht von der tatsächlichen Stabilität.

Über Fincerta

Fincerta ist ein unabhängiger Finanzierungsberater, der mittelständische Unternehmen in der Schweiz und in Europa bei komplexen Fremdfinanzierungsprojekten unterstützt. Mit unserer umfassenden Strukturierungs- und Finanzierungsexpertise, Zugang zu den relevanten Investoren (Banken, Private Debt-Fonds, institutionelle Investoren sowie Family offices) und unserem disziplinierten Projektmanagement erzielen wir für unsere Kunden die optimalen Konditionen.